

**RAPPORT DE GESTION DU 4<sup>E</sup> TRIMESTRE 2011****COMMENTAIRES DE GESTION**

Votre fonds Sextant Grand Large est un fonds flexible dont l'objectif est d'investir en actions avec un souci de préservation du capital. Pour ce faire le fonds dispose de trois leviers :

1. privilégier les actions ayant un potentiel de baisse limité à long terme: sociétés dont l'activité est pérenne, la situation financière solide, possédant des actifs tangibles importants...
2. faire varier la part de l'actif investi en actions entre 0% et 100%, ladite part dépendant davantage des idées d'investissement de l'équipe d'Amiral Gestion que de considérations macroéconomiques.
3. investir sur d'autres classes d'actifs (obligations...)

Début 2011, nous avons décidé de mettre d'avantage l'accent sur les deuxième et troisième leviers, prenant acte du rebond des marchés actions depuis 2009. Ce choix de diversifier l'allocation d'actif de Sextant Grand Large s'est avéré utile cette année. Le fonds a ainsi bien résisté à la crise débutée cet été, affichant un repli de 8,4% en 2011 contre un recul 16,9% pour l'indice CAC 40.

Sur le quatrième trimestre, le fonds recule de 2,7% contre une progression de 6% de l'indice CAC 40. Cette sous-performance s'explique surtout par la forte baisse des petites valeurs (indice CAC Small 90 à -5.5%). L'allocation d'actif a évolué comme suit :

- l'exposition brute aux actions progresse à 68,2% (vs 63,5%)
- une couverture sur indice ramène l'exposition nette aux actions à 58,8% (vs 53%)
- ce portefeuille action comprend trois foncières pour 8,8% de l'actif du fonds (vs 7,4%) et une obligation remboursable en actions pour 3,5%.
- la poche obligataire a été renforcée à 14% de l'actif et inclut un portefeuille de titres hybrides à hauteur de 9,5% (vs. 7,6%) et deux nouvelles lignes d'emprunts corporate représentant 4,5% du fonds (vs. aucun)
- les liquidités représentent 12,1% du portefeuille (vs 26,1%)
- pour mémoire, l'exposition à l'or physique avait été totalement vendue en septembre suite à une modification du Code Monétaire et Financier interdisant désormais aux OPCVM ce type d'investissement.

**Le portefeuille actions**

L'encours modeste de Sextant Grand Large lui permet toujours d'investir sans contrainte sur le segment des petites et moyennes valeurs où nous trouvons de nombreuses sociétés de bonne qualité que nous jugeons très sous-évaluées. La rotation du portefeuille est restée modérée tant au quatrième trimestre que sur l'année 2011.

Les Certificats Coopératifs d'Investissement émis par les Caisses Régionales du Crédit Agricole constituent toujours la première position du fonds à près de 10% de l'actif. Au-delà de ratios de valorisation très faibles (70% de décote sur fonds propres, 8% de rendement), ces établissements nous paraissent peu risqués : activité de banque de détail, parts de marché élevées, excédents de fonds propres, aucune perte ni dilution des porteurs pendant la crise. La baisse des cours cette année (10% en moyenne dont on peut retrancher 6% de coupon) est d'ailleurs sans commune mesure avec la chute du cours des grandes banques universelles (-49% pour celles cotées au CAC 40).

Les principales autres lignes actions restent **Oeneo**, **Trilogiq**, **Precia**, **Passat**, **Tessi** et **LG Household & Healthcare préf.** (3,5% à 4,5% du fonds chacune). Ces valeurs devraient être plus sensibles à leurs fondamentaux spécifiques qu'à une hypothétique amélioration de la conjoncture. Par exemple, la préférentielle **LG H&H** décote de 75% sur l'action ordinaire et nous permet de détenir une société en forte croissance, leader en Corée dans les cosmétiques, les produits ménagers et les boissons à seulement 7x les résultats.

Deux nouvelles lignes ont été introduites au cours du trimestre : **Shanda Games** et **IMMSI**, une holding qui décote de 50% sur sa participation dans Piaggio. Nous avons vendu **Kinepolis** après un beau parcours et un potentiel naturellement plus limité ainsi que **Sucrière de Pithiviers**, objet d'une OPA.

La répartition géographique et sectorielle des actions reflète l'absence d'allocation macro-économique dans le fonds et résulte de fortes convictions sur des valeurs individuelles.

Nous continuons par ailleurs à détenir de l'immobilier coté. Au-delà des avantages sur l'immobilier physique (liquidité, possibilité d'investir avec une décote), ce secteur nous semble être un instrument idéal de protection contre un retour de l'inflation : les loyers suivent la hausse des prix alors que les foncières peuvent s'endetter à taux fixe en face. La régularité des loyers fournit également un support aux valorisations en cas de crise économique. A noter que les foncières cotées investissent dans l'immobilier tertiaire, au rendement satisfaisant (exemple : 6% pour du bureau dans Paris) et pas dans la bulle de l'immobilier résidentiel. Les cours de **Terreis** et **Foncière Paris France** (objet d'une OPA) ont progressé tant sur l'année que sur le quatrième trimestre. Nous avons en revanche été pénalisés par **Immobiliare Grande Distribuzione**, une foncière de centres commerciaux en Italie en recul de 35% sur le trimestre. La société, qui n'a pas de problèmes opérationnels à ce jour, fait les frais de la défiance des marchés face à l'Italie et traite désormais 70% en dessous de son ANR.

**Le portefeuille obligataire**

Nous avons identifié début 2011 une opportunité sur les titres hybrides émis par les institutions financières. Pour mémoire, on entend par titres hybrides des obligations perpétuelles que les émetteurs sont autorisés à inclure dans leurs ratios de solvabilité. Paradoxalement, la crise financière de 2008 a engendré un nombre très limité de défauts sur ces papiers. Cette non-absorption des pertes s'est avérée tellement criante que les régulateurs ont prévu de ne plus prendre en compte les papiers aujourd'hui en circulation dans les futures normes de Bâle III. On peut donc raisonnablement anticiper que ces titres, très onéreux pour de la dette ordinaire, soient remboursés dans les années à venir.

La défiance généralisée envers le système bancaire apparue au cours de l'été a conduit ce portefeuille à ne pas du tout jouer le rôle défensif que nous escomptions. La baisse atteint 30% en moyenne sur l'année. Les papiers à taux fixes que nous avons achetés sur des rendements au call de 9% à 11% traitent désormais sur des rendements de 22% à 36%. Également affectés par le niveau historiquement bas des taux longs, les papiers rapportant en continu le taux d'intérêt à 10 ans ne traitent plus qu'en moyenne 40% du nominal.

Malgré cette déconvenue, nous restons néanmoins optimistes. Pour essayer un défaut de paiement sur ces papiers hybrides, les actionnaires doivent préalablement avoir été ruinés avec en plus l'incapacité pour la banque de procéder à une augmentation de capital. La qualité objective des émetteurs en portefeuille (**Crédit Mutuel**, **Raiffeisen**, **BNP Paribas**...) ne justifie pas à nos yeux ce retour à des cours proches de ceux atteints pendant la crise de 2008-2009. Nous en avons donc profité pour moyenniser en baisse (notamment l'émission **BPCE 9.25%** à 65% du nominal).

Nous avons par ailleurs profité du stress des marchés pour acheter à bon compte les obligations de deux sociétés en situation de trésorerie nette positive, notamment l'émission **Soitec 6.25% 2014** sur un rendement à maturité de 12%.

**Perspectives**

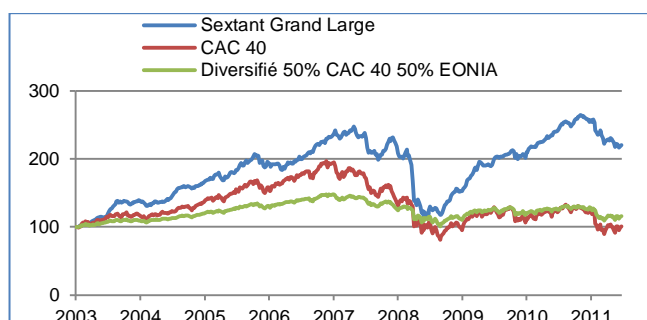
L'année 2012 se présente dans un climat morose et récessif mais sans changement drastique d'environnement comme à l'automne 2008 et avec des bilans plus solides. Nous gardons une marge de sécurité élevée sur les titres présents dans Sextant Grand Large, tant en termes de qualité des dossiers que de valorisation.



### PRINCIPAUX INVESTISSEMENTS

Libellé	Pays	Secteurs
Trilogiq	France	Industrie
Precia	France	Industrie
Passat	France	Biens de consommation
Terreis	France	Immobilier
Tessi	France	Finance

### PERFORMANCES

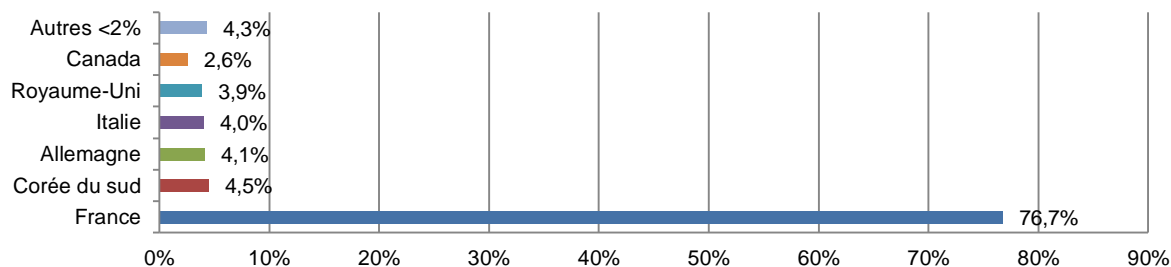


	Sextant Grand Large	CAC 40	Diversifié 50% CAC 40 50% EONIA
1 an	-8,36%	-16,95%	-7,54%
3 ans	83,86%	-1,81%	2,76%
5 ans	8,53%	-42,98%	-16,62%
2011	-8,36%	-16,95%	-7,54%
2010	24,08%	-3,34%	-0,83%
2009	61,70%	22,32%	12,00%
2008	-49,19%	-42,68%	-21,19%
2007	16,16%	1,31%	2,98%
2006	12,69%	17,53%	10,26%
2005	26,71%	23,40%	12,41%
2004	24,72%	7,40%	5,61%
2003*	14,26%	13,37%	6,39%

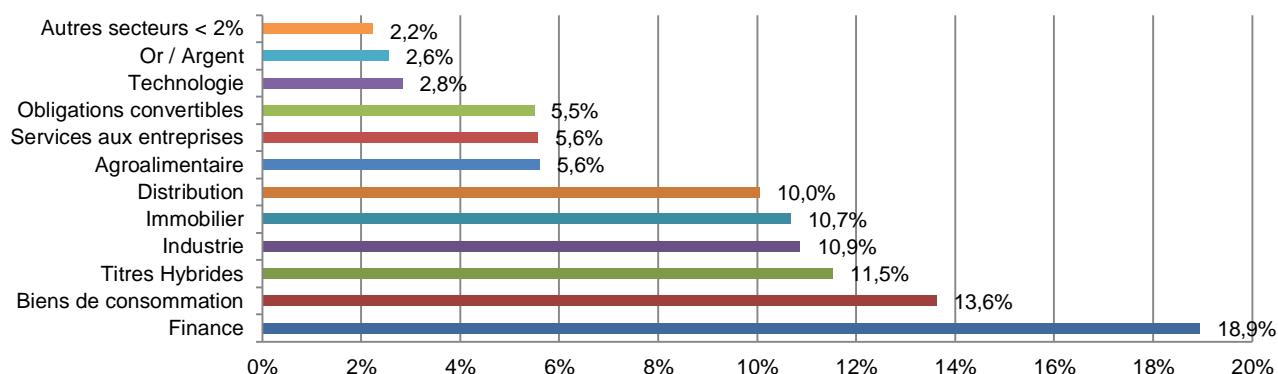
\* Sextant Grand Large a été lancé le 11 juillet 2003

*Avertissement* : Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs de l'OPCVM et ne sont pas constantes dans le temps.

### RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DE L'ACTIF INVESTI



### RÉPARTITION SECTORIELLE DE L'ACTIF INVESTI



### RÉPARTITION PAR TAILLE DE CAPITALISATION ET TYPES DE PRODUITS

